

AXEL TROOST

## QUO VADIS FINANZREFORM?

DIE VORHABEN ZUR REGULIERUNG DER INTERNATIONALEN FINANZMÄRKTE UND WAS DARAUS GEWORDEN IST

Seit die globale Finanzkrise in den Mittelpunkt der internationalen Wirtschaftspolitik gerückt ist, haben die Regierungen der wichtigsten Staaten – teilweise individuell, teilweise gemeinsam – eine Vielzahl von Regulierungen und Reformen angekündigt. So verabredeten die Staats- und Regierungschefs der G20 auf ihrem Gipfel im April 2009 in London eine lange Reihe wichtiger Finanzreformen. Auch in der EU nahm man sich viel vor. Nie wieder dürfe ein Staat von einer Bank erpresst werden können, so Bundeskanzlerin Merkel. Daher müssten in Zukunft endlich alle Akteure auf den Finanzmärkten unter Aufsicht gestellt werden.

Dieser Text soll eine Übersicht und Bewertung der seitdem auf Bundes- und EU-Ebene eingeleiteten Regulierungsbemühungen geben. Dazu gehören:

1. das Austrocknen der Steueroasen,
2. die Regulierung des Schattenbankensystems,
3. die Schaffung eines grenzüberschreitenden Finanzaufsichtssystems,
4. strengere Eigenkapitalvorschriften für Banken,
5. die Änderung der Vergütungsregeln für Manager,
6. neue Regeln für Ratingagenturen,
7. ein Selbstbehalt bei Verbriefungen,
8. ein geordnetes Insolvenzverfahren für Krisenbanken und
9. die Beteiligung der Banken an den Krisenkosten.

Es wäre ungerecht und falsch zu behaupten, die Regierungen und Notenbanken hätten die Hände in den Schoß gelegt, als die Krise abzuflauen begann. Die meisten der Vorhaben wurden tatsächlich in Angriff genommen; die USA haben sogar im Juli 2010 als erstes Land eine umfassende Finanzreform verabschiedet.<sup>1</sup> Hier soll nun der Frage nachgegangen werden, wie weit bei uns, also auf Bundes- und auf EU-Ebene, die Reformbemühungen gehen. Wird das globale Finanzsystem – und in Abhängigkeit davon die gesamte Weltwirtschaft – nun krisenfester? Daran bestehen, soviel kann hier schon verraten werden, große Zweifel.

Um den Reformbedarf auszuloten, lohnt sich ein Blick auf die Mängel des bisherigen Regimes. Sony Kapoor vom Think Tank Re-Define macht folgende regulatorischen Defizite im Vorfeld der Finanzkrise aus:<sup>2</sup>

- Die Regulierung befasste sich mit einzelnen Institutionen, nicht aber mit der Stabilität des gesamten Systems.
  - Die Aufsicht war national, während die Finanzmärkte längst international sind.
  - Das Schattenbankensystem, bestehend aus Nicht-Banken, die bankartige Dienstleistungen anbieten, blieb von der Regulierung unberührt.
  - Finanzinstitute konnten zu groß, zu komplex, zu verflochten und mithin «too big to fail» werden.
  - Es gab keinen Notfallplan für die ungefährliche Abwicklung von Krisenbanken.
  - Anforderungen an die Kapitalausstattung der Banken waren unzureichend.
  - Liquidität wurde als gegeben angesehen – bis sie infolge der Lehmann-Pleite plötzlich austrocknete.
  - Viele Regelungen, z. B. Ratings oder Eigenkapitalanforderungen, wirkten prozyklisch.
  - Anreize wurden so gesetzt, dass sie kurzfristiges und riskantes Agieren begünstigten.
  - Der Verbraucherschutz und die Transparenz für Anleger waren mangelhaft, wie z. B. die Lehman-Zertifikate zeigten. Hinzufügen sollte man die übermäßige Komplexität immer neuer Finanzprodukte, die eine Bewertung der Risiken durch die Aufseher praktisch unmöglich machte, und die hohe Verschuldung (Leverage), die bei vielen Akteuren schon zum Geschäftsmodell gehört.
- Aus dieser Aufstellung lässt sich der unmittelbare Reformbedarf ableiten:<sup>3</sup>
- Das Regulierungsregime muss international einheitlichen Regeln folgen, wahrhaft international sein und alle Märkte erfassen;

<sup>1</sup> Zwar wurden wichtige Teile der Reform vor ihrer Verabschiedung im Kongress aufgeweicht – so ist die Trennung von Investment- und Geschäftsbanken, die sog. Volcker Rule, längst nicht so strikt, wie ursprünglich geplant –, doch einige beachtenswerte Elemente sind erhalten geblieben. So wird der Eigenhandel der Banken wenigstens begrenzt, Banken müssen ihr Engagement bei Hedgefonds reduzieren und wenigstens standardisierte Derivate müssen über Clearingstellen gehandelt werden. <sup>2</sup> Kapoor, Sony: The financial crisis – causes & cures, Bertelsmann-Stiftung, Re-Define, ETUI, Friedrich-Ebert-Stiftung, Brüssel 2010. <sup>3</sup> Siehe dazu auch Dullien, Sebastian et al.: Der gute Kapitalismus ... und was sich dafür nach der Krise ändern müsste, Bielefeld 2009.

- Eigenkapital- und Liquiditätsstandards, die auch den Eigenhandel sowie Schattenbanken erfassen müssen, sind nicht nur antizyklisch zu gestalten, sondern müssen vor allem so verschärft werden, dass sie eine Begrenzung der Verschuldung nach sich ziehen;
- Spekulativer Eigenhandel bzw. Investmentbanking ist von den konventionellen Geschäftsbanken abzutrennen und Too-big-to-fail-Banken müssen zurechtgestutzt werden;
- Der Markt der sog. innovativen Finanzprodukte muss durch einen Finanz-TÜV und durch eine Begrenzung auf regulierte Handelsplattformen gezähmt werden.

Vergleicht man diesen Reformbedarf mit den bisherigen Regulierungsbemühungen, zeigt sich, dass vieles nur halbherzig angegangen wurde und noch viel mehr gar nicht. Zum größten Teil sind diese Maßnahmen reine Zukunftsmusik. Was die einschlägigen Lobbys von den Reformansätzen letztlich übrig lassen, ist in den meisten Fällen noch offen.

Die Aufsichtsbehörden werden zwar mehr Einfluss erhalten, bleiben aber weitestgehend auf der nationalen Ebene. Das als übergreifendes Organ von der G20 geschaffene Financial Stability Board konnte sich nicht einmal einigen, was eigentlich Systemrelevanz ist, um die entsprechenden Banken dann strengeren Auflagen zu unterwerfen.<sup>4</sup> Die Trockenlegung der Steueroasen darf bereits als gescheitert gelten. Die Reformpläne des Baseler Ausschusses für die Eigenkapitalregeln für Banken sind immerhin ein Schritt in die richtige Richtung, bleiben aber unzureichend. Der neue Fonds für Krisenbanken aus dem neuen Restrukturierungsgesetz der Bundesregierung wird auf absehbare Zeit keine Großbankenpleite auffangen können. Auch in künftigen Krisen werden Banken also wieder mit Steuergeldern gerettet werden müssen, weil sie immer noch «too big to fail» und zu vernetzt sind, nicht zuletzt mit den weiter kaum regulierten Schattenbanken. Das Schattenbankensystem und der Derivatehandel sollen zwar etwas transparenter werden, aber an den Spielregeln im Kasino ändert sich praktisch nichts. Mit der Finanztransaktionssteuer liegt zudem eine Maßnahme auf Eis, die wie kein anderes Instrument als Lackmустest dafür gilt, ob es Regierungen mit einem finanzmarktpolitischen Kurswechsel ernst meinen und die viele der Krise zugrunde liegenden Probleme im Kern berührt.

Zu Recht mahnte der IWF im Vorfeld der Herbsttagung der Bretton-Woods-Organisationen im Oktober 2010, dass zum einen die Reformvorhaben bislang zum größten Teil unvollendet seien, nicht zuletzt weil der Prozess durch die nationalen Eigeninteressen behindert werde. Zum andern gebe es weiterhin «schwarze Löcher im Finanzsystem».<sup>5</sup> Einige der Probleme resultierten nach Auffassung des Fonds daraus, dass die bisherigen Regulierungsbemühungen nicht nur Stückwerk, sondern auch einseitig auf den Bankensektor ausgerichtet seien – mit der Folge, dass die riskanteren Aktivitäten wohl einfach in andere Bereiche ausgelagert werden, wo die Regulierung nicht greift und die Entstehung neuer systemischer Risiken von den Aufsehern nicht erkannt wird.

Von der Umsetzung ihres nach dem Londoner G20-Gipfel stolz verkündeten Vorhabens, künftig weder regulierungsfreie Räume (wie Steueroasen) noch Akteure (wie Hedgefonds) zuzulassen, ist die internationale Gemeinschaft also nach wie vor ebenso weit entfernt wie von der dringend nötigen deutlichen Verringerung der systemischen Risiken.

Im Folgenden sollen die eingangs aufgezählten Reformvorhaben von G20 und EU dargestellt und einer kritischen Analyse unterzogen werden, bevor am Ende ein kurzer Ausblick darauf folgt, was eigentlich geschehen müsste.

## 1. STEUEROASEN BLEIBEN STEUEROASEN

Die Pläne der G20 zur Schließung der Steueroasen sind in zweierlei Hinsicht von größter Bedeutung für die Krisenbekämpfung: Erstens hat die Krise, in der an den Staaten zahlreiche neue finanzielle Belastungen hängen blieben, eindringlich gezeigt, dass sich die Staaten die bisherige Steuerhinterziehung im großen Stil nicht mehr leisten können.<sup>6</sup> Zweitens, auch das eine Lehre aus der Krise, konnte sich in den Steueroasen, die nicht nur in Steuerfragen durch maximale Intransparenz und fehlende Offenlegungspflichten gekennzeichnet sind, ein praktisch unreguliertes Schattenbankensystem herausbilden.<sup>7</sup> Das Auslagern gerade riskanterer Geschäfte wie das mit verbrieften Subprime-Hypotheken war ein wesentlicher Grund dafür gewesen, dass die nationalen Aufsichtsbehörden keinen Überblick über die Risiken hatten und die Krise somit nicht heraufziehen sahen. Das erste dieser beiden Probleme, die Steuerhinterziehung, wird inzwischen immerhin angegangen, allerdings mit äußerst bescheidenen Resultaten.

An Vorschlägen, wie nicht kooperationswillige Steueroasen trockenulegen wären, mangelt es nicht. Zu den Sanktionen gegen sie bzw. die Banken und sonstigen Unternehmen, die in oder mit Steueroasen Geschäfte machen, gehören Abschlagsteuern auf Dividenden-, Zins- und sonstige Gewinnübertragungen aus Steueroasen, kein Betriebskostenabzug für dort erbrachte Dienstleistungen, Quellensteuer auf alle Überweisungen in Steueroasen sowie der Entzug der Banklizenz für alle Banken, die Niederlassungen in Steueroasen betreiben.

Die von der G20 2009 erbetene und von der OECD umgehend vorgelegte Schwarze Liste der Steueroasen, die sich einem Informationsaustausch verweigern, hätte ein sinnvoller erster Schritt sein können, um ggf. solche Sanktionen ergreifen zu können.<sup>8</sup> Doch die Schwarze Liste, auf der ohnehin nur vier Länder standen, war innerhalb weniger Tage leer. Selbst die Graue Liste derer, die den OECD-Standard über den Informationsaustausch in Steuerfragen akzeptieren, aber noch nicht in ausreichender Form umgesetzt haben, umfasst inzwischen nur noch neun Einträge, hauptsächlich unbedeutende Steueroasen vom Kaliber Nauru und Niue. Alle anderen Steuer-

<sup>4</sup> Das Financial Stability Board will erst Ende 2011 eine Liste systemrelevanter Finanzinstitutionen vorlegen statt wie geplant Ende 2010. Es dürfte sich um weltweit rund 20 Banken handeln, die dann einer strengeren Aufsicht und möglicherweise strengeren Eigenkapitalregeln unterliegen sollen. <sup>5</sup> Viñals, José et al.: Shaping the New Financial System, IMF Staff Position Note, Washington 3.10.2010. <sup>6</sup> Und dass es keine «Peanuts» sind, die dem Staat entgehen, zeigen Berechnungen des Tax Justice Network aus dem Jahr 2005, die ausgehend von diversen Weltreichtumsberichten auf weltweite Einnahmeverluste infolge privater Steuerhinterziehung in Höhe von 258 Mrd. US-\$ pro Jahr kommen (Tax Justice Network: Tax Us If You Can. The True Story of a Global Failure, London September 2005). Einer neueren Untersuchung der Schweizer Research-Firma Helvea zufolge haben Bundesbürger allein in der Schweiz umgerechnet rund 132 Mrd. Euro schwarz angelegt (Tagesanzeiger: Woher das Schwarzgeld auf Schweizer Banken kommt, 12.2.2010). Nimmt man nur eine bescheidene jährliche Rendite von 3 Prozent als Basis, würden sich beim geltenden Abgeltungssteuersatz von 25 Prozent die Mindereinnahmen des deutschen Fiskus schon allein durch die Steuerhinterziehung in der Schweiz auf jährlich fast 1 Mrd. Euro belaufen. <sup>7</sup> Die IKB etwa hatte ihre ruinösen Geschäfte mit verbrieften Subprime-Hypotheken aus den USA in eine außerbilanzielle Zweckgesellschaft in der US-Steueroase Delaware ausgelagert, während die zusammengebrochene britische Hypothekenbank Northern Rock dafür eine Tochter auf Jersey benutzte (ausführlicher dazu Troost, Axel; Liebert, Nicola: Das Billionengrab – von Steueroasen und Schattenbanken, in: Blätter 3/2009, S. 75–84). <sup>8</sup> S. hierzu auch Hickel, Rudolf: Milliardenverbrechen Steuerhinterziehung, in: Blätter 9/2010, S.57–64.

oasen, die Kaimaninseln, Zypern oder Jersey, um nur einige zu nennen, haben mindestens zwölf bilaterale Abkommen über Informationsaustausch in Steuerangelegenheiten abgeschlossen und konnten sich so weißwaschen.

Die OECD-Initiative leidet an derselben fundamentalen Schwäche wie die von der Bundesrepublik in jüngerer Zeit mit Steueroasen geschlossenen Abkommen, einschließlich des neuen Doppelbesteuerungsabkommens mit der Schweiz: Sie alle gehen davon aus, dass die Bereitschaft zum Informationsaustausch auf konkrete Anfrage schon hinreichend sei, um das Problem Steueroasen ad acta zu legen.

Die Abkommen, die meist an Artikel 26 des OECD-Musterabkommens zur Vermeidung von Doppelbesteuerung angelehnt sind, fordern ein prohibitiv hohes Maß an Konkretion vonseiten der anfragenden Behörde, darunter die «Gründe für die Annahme, dass die erbetenen Informationen für die Durchführung des Steuerrechts der ersuchenden Vertragspartei (...) voraussichtlich erheblich sind», «die Gründe für die Annahme, dass die erbetenen Informationen der ersuchten Vertragspartei vorliegen» und «den Namen und die Anschrift von Personen, soweit bekannt, in deren Besitz sich die erbetenen Informationen vermutlich befinden».<sup>9</sup> Einer weiteren Einschränkung zufolge «erteilt die zuständige Behörde der ersuchten Vertragspartei in dem nach ihrem Recht zulässigen Umfang Informationen ...»; sie ist aber nicht zur Übermittlung von Angaben verpflichtet, die zur Preisgabe von Wirtschafts- oder Berufsgeheimnissen führen würden. Am Rande einer Anhörung im Finanzausschuss des Deutschen Bundestages merkte ein Vertreter einer Oberfinanzdirektion an, dass beispielsweise gerade einmal in zwei Fällen genügend Informationen für Anfragen an Liechtenstein vorhanden waren, die überdies beide aus Verfahrensgründen bis dato unbeantwortet blieben.

Es darf als sicher gelten, dass unter diesen Bedingungen auch künftig die Steuerfahndung nur dann Aussicht auf Erfolg bei der Verfolgung deutscher Steuerflüchtiger hat, wenn ihr jemand CDs mit gestohlenen Kundendaten anbietet – eine Tatsache, die sich im Bundesfinanzministerium womöglich nicht herumgesprochen hat. Denn Berichten zufolge könnte in dem Abkommen mit der Schweiz über eine erweiterte Zusammenarbeit im Steuerbereich, dessen Details im Lauf des Jahres 2011 ausgearbeitet werden sollen, der lukrative Verkauf von Kundendateien unterbunden werden<sup>10</sup> – im Gegenzug dafür, dass die Schweiz sich auf eine Abgeltungssteuer auf Kapitalerträge deutscher Anleger einlässt. Das Abkommen wird wohl ein klarer Sieg für die Schweiz: Sie wird einmal mehr ihr anachronistisches Bank- und Steuergeheimnis verteidigen können, da die Abgeltungssteuer – vermutlich zu einem Satz zwischen 25 Prozent und 35 Prozent – anonym erhoben wird. Überdies könnten durch die geplante Besteuerung der Erträge vergangener Jahre die schwarzen Geldanlagen deutscher Steuerpflichtiger de facto rückwirkend legalisiert werden, ohne dass sich die Steuersünder zu erkennen geben und Strafe zahlen müssen. Endgültig aus dem Schneider sind dann vor allem all diejenigen, die ihr Vermögen schwarz erwarben.

Die einzig sinnvolle Alternative zum fragwürdigen Informationsaustausch auf Anfrage ist der automatische Informationsaustausch, wie ihn die EU-Zinsrichtlinie bereits für die meisten Mitgliedsländer vorsieht. Interessanterweise kann man nicht der OECD vorwerfen, in dieser Frage auf die Brem-

se zu treten. Sie hat inzwischen den automatischen Informationsaustausch als immerhin gleichwertige Möglichkeit anerkannt. Die Verantwortung dafür, dass diese Möglichkeit bislang ausgerechnet gegenüber den Steueroasen nicht durchgesetzt wird, liegt allein bei den einzelnen Regierungen, die sich von Steueroasen wie der Schweiz den Schneid billig abkaufen lassen.

## 2. BLASSES LICHT IM SCHATTENBANKENSYSTEM

Auf den Finanzmärkten dürfe es keine Wild-West-Gebiete mehr geben, so EU-Binnenmarktkommissar Michel Barnier vor einiger Zeit.<sup>11</sup> Um im Wilden Westen für Recht und Ordnung zu sorgen, setzt die EU vor allem auf zwei Instrumente: zum einen die Regulierung von alternativen Investmentfonds, insbesondere Hedgefonds, und zum anderen die des außerbörslichen Derivatehandels.

Das so genannte Schattenbankensystem, also Unternehmen, die bankenähnliche Dienste anbieten, ohne aber als Bank zu firmieren und vor allem ohne wie eine solche reguliert zu werden, geriet zu Recht ins Visier der Regulierer. Anders als die von Banken in Steueroasen eingerichteten Zweckgesellschaften mögen zwar Hedgefonds zu dieser Finanzkrise nicht direkt beigetragen haben, doch haben sie in der Vergangenheit schwere Erschütterungen ausgelöst – siehe den Zusammenbruch des LTCM-Fonds 1998. Und nicht zufällig wurde auch der Beginn der aktuellen Krise im Juli 2007 durch den Kollaps zweier Hedgefonds der US-Investmentbank Bear Stearns markiert. Bislang operieren diese Fonds weitgehend unreguliert, und um sich vollends von jeglicher Aufsicht abzuschotten, ist die Mehrheit von ihnen auf den Kaimaninseln registriert, wo es praktisch keine Offenlegungspflichten gibt. Nach einem Einschnitt infolge der Krise haben die Fonds inzwischen wieder genauso viele Gelder wie vorher unter Verwaltung.

Im November 2010 hat das Europaparlament die Richtlinie zu Managern alternativer Investmentfonds (AIFM Directive) verabschiedet – gegen die Stimmen von Linken und Grünen, die die Vorschriften zu Recht als zu lax bezeichneten. Ab 2015 benötigen die Manager (da die Fonds selbst im Allgemeinen ihren Sitz außerhalb der Reichweite der EU-Behörden haben) von Hedgefonds, aber auch Rohstoff-, Schiffs- oder Private-Equity-Fonds eine Zulassung, wenn sie innerhalb der EU einen Fonds verwalten oder Fondsanteile an EU-Investoren vertreiben. Betroffen sind nur Fonds mit einem Portfolio über 100 Mio. Euro, wobei für Private-Equity-Fonds und geschlossene Fonds, die kein Fremdkapital aufnehmen, sogar eine Grenze von 500 Mio. Euro gilt. Um die Zulassung zu erhalten, müssen sie sich einer Minimalregulierung unterwerfen, die bestimmte Mindestkapitalanforderungen und die Offenlegung von Anlagestrategien sowie Bewertungsmethoden gegenüber den Aufsehern beinhaltet. Private-Equity-Fonds müssen darüber hinaus beim Kauf von Firmen mit über 250 Mitarbeitern ihre strategischen Absichten offenlegen.

<sup>9</sup> Die Zitate stehen wortgleich in den 2010 zwischen der Bundesrepublik und den Kaimaninseln bzw. Liechtenstein abgeschlossenen Informationsaustauschabkommen, abzurufen unter [www.bundesfinanzministerium.de](http://www.bundesfinanzministerium.de). <sup>10</sup> Der Chef der Deutschen Steuergewerkschaft, Dieter Ondracek, äußerte die Vermutung, dass deutsche Steuerfahnder von ihrer Schweigepflicht entbunden werden. Dann müssten Informanten aus der Schweiz fürchten, dass ihr Name an die Schweizer Ermittler weitergegeben wird (Spiegel online: Was der Steuerkompromiss mit der Schweiz taugt, 28.10.2010).

Großbritannien, wo die meisten in Europa aktiven Hedgefonds gemanagt werden, konnte sich dabei allerdings in einem wichtigen Punkt durchsetzen: Noch mindestens bis 2018 genügt die Zulassung durch eine nationale Behörde, um in der ganzen EU tätig zu werden – also auch durch die gegenüber Hedgefonds notorisch großzügigen britischen Behörden oder die Kollegen in Irland, die zumindest in der Vergangenheit damit warben, jeden Fonds schon am nächsten Arbeitstag zuzulassen, wenn die Unterlagen bis 15 Uhr eingereicht werden.<sup>12</sup> Die europäische Aufsicht bleibt so auch in diesem Bereich eine lahme Ente.

Die größte Schwäche des Richtlinienentwurfs ist aber, dass er den Fonds zwar mehr Transparenz abverlangt, aber ansonsten ihr Geschäftsmodell, das auf hoher Verschuldung (Leverage) und hochspekulativen Deals basiert, weitestgehend unangetastet lässt. Stattdessen hofft die EU, dass die Aufseher notfalls schon eingreifen, weil sie ja künftig dank der neuen Offenlegungspflichten rechtzeitig erkennen sollen, wann eine Überschuldung droht. Dies ist umso besorgniserregender, weil durchaus Zweifel daran angebracht sind, dass die Mitarbeiter der Aufsichtsbehörden die Deals adäquat beurteilen können. «Die beste Art, alternative Investmentfonds zu regulieren, ist es, sie zu verbieten. Die EU-Richtlinie macht vielleicht das Kasino ein wenig sicherer, insbesondere für die Spieler, aber sie schließt es nicht», bemerkt deshalb zu Recht der Finanzexperte der Organisation WEED, Peter Wahl.<sup>13</sup>

Das gleiche Problem tritt auch bei der zweiten geplanten Neuregelung auf, mit der die EU mehr Licht in die riskantesten und bislang am wenigsten regulierten Finanzgeschäfte bringen will: beim Entwurf einer Verordnung über außerbörslich (over the counter, OTC) gehandelte Derivate. Wie gefährlich Derivate und ähnliche komplexe Finanzinstrumenten dem Finanzsystem werden können, wurde in der Finanzkrise mehr als offensichtlich, als die Welt plötzlich auf Dinge wie Collateralized Debt Obligations (CDOs) und Asset-Backed Commercial Paper (ABCP) aufmerksam wurde. Erstaunlicherweise geschah jedoch bisher wenig zu ihrer Erfassung und Regulierung. Ein Finanz-TÜV ist zwar inzwischen parteiübergreifend in der Diskussion – blieb aber bisher dort stecken.

Viele Risiken, insbesondere die Bildung von Klumpenrisiken, können von den Aufsehern bislang auch beim besten Willen nicht rechtzeitig erkannt werden, weil schätzungsweise 80 Prozent des Derivatehandels nicht über geregelte Märkte, sondern over the counter stattfindet. Zugleich sind hierbei die Ausfallrisiken besonders hoch, denn anders als etwa beim Aktienhandel an den organisierten Börsen gibt es auf den OTC-Märkten keine neutrale Gegenpartei, die notfalls für die Vertragserfüllung einstehen muss. Vorschläge, den Derivatehandel nur noch über zentrale Clearingstellen mithilfe einer zentralen Gegenpartei abzuwickeln, könnten zur Stabilisierung beitragen, weil die Existenz einer Gegenpartei, die als Käufer bzw. Verkäufer zwischen die Marktteilnehmer tritt, verhindern kann, dass ein Marktteilnehmer im Fall eines Zusammenbruchs andere mit sich reißt.

Das hat auch die EU-Kommission in ihrem im September 2010 vorgelegten Verordnungsentwurf erkannt.<sup>14</sup> Primäres Ziel des Entwurfs ist nach Angaben der Kommission, die Spekulation gegen Staatsanleihen und Währungen einzuschränken, die in der Eurokrise eine wichtige Rolle spielte; daneben soll auch die Spekulation mit Rohstoffen, insbesondere mit Lebensmitteln, erfasst werden. Doch statt den gesamten

Derivatehandel auf geregelte und überwachte Plattformen zu zwingen und am besten nur noch standardisierte Papiere zuzulassen, sieht der im September 2010 vorgelegten Verordnungsentwurf der EU-Kommission nur folgende Elemente vor: Meldepflicht an ein Transaktionsregister, damit die Aufsichtsbehörden einen Überblick über die ausstehenden Forderungen haben; das Clearing lediglich standardisierter Derivate durch zentrale Gegenparteien; für nicht standardisierte Produkte, für die es keine zentrale Gegenpartei gibt, sollen strengere Anforderungen wie etwa eine höhere Eigenkapitalausstattung gelten. Interessant immerhin könnte sein, dass die zentralen Gegenparteien dem Entwurf zufolge nur «höchst liquide» Sicherheiten mit minimalen Risiken annehmen dürfen. Wahl zufolge hätte diese Klausel, sofern sie nicht noch durch die einschlägigen Lobbys aufgeweicht wird, ein höchst wünschenswertes Schrumpfen des Handelsvolumens zur Folge, «weil es unmöglich ist, 614 Bio-US-Dollar entsprechend den Anforderungen der Verordnung zu besichern».<sup>15</sup>

Da die Kommission partout nichts Krisenrelevantes an Spekulation an sich findet, betrachtet sie in einem im September 2010 vorgelegten weiteren Verordnungsentwurf zu «Leerverkäufen und bestimmten Aspekten von Credit Default Swaps» auch Leerverkäufe alles in allem als positiv, denn «sie steigern die Liquidität des Marktes (da Leerverkäufer Wertpapiere verkaufen und später die entsprechenden Papiere erwerben, um den Leerverkauf zu decken)».<sup>16</sup> Sie sollen deshalb nur wenig eingeschränkt und in erster Linie nur transparenter werden, etwa indem Leerverkäufe von Aktien auf den Handelsplätzen als solche angezeigt werden müssen. Die Handelsplätze müssen etwa demnach täglich den Aufsichtsbehörden Meldung über das Volumen der Leerverkäufe erstatten, und für Händler gelten Meldeschwellen ab 0,2 Prozent des Aktienkapitals des betreffenden Unternehmens.

Zumindest ungedeckte Leerverkäufe von Aktien und öffentlichen Schuldtiteln werden jedoch von einer Leihvereinbarung abhängig gemacht und damit de facto verboten. Credit Default Swaps, die nicht zur Absicherung eigener Kredite und damit nur spekulativen Zwecken dienen («Brandschutzversicherungen auf das Haus des Nachbarn»), sollen jedoch weiterhin erlaubt bleiben. Lediglich im Krisenfall können die Aufsichtsbehörden Leerverkäufe oder den Handel mit Credit Default Swaps befristet beschränken oder im Fall einer abrupten Kursänderung den Handel mit Finanzinstrumenten für einen Tag aussetzen. Gemessen an den Skandalen der jüngeren Vergangenheit, etwa der Spekulation gegen einzelne Staaten der Euro-Zone oder dem Crash des Dow Jones im Mai 2010, sind diese Maßnahmen kein besonders mutiger Schritt und legen weiterhin viel Verantwortung in die Hände der in der Vergangenheit oft erst zu spät oder gar nicht reagierenden Aufsichtsbehörden.

Der deutsche Alleingang beim Verbot von ungedeckten Leerverkäufen auf Aktien und Staatsanleihen sowie Credit Default

<sup>11</sup> Europäische Kommission: Mehr Sicherheit und Transparenz für die Derivatemärkte in Europa, Press Releases Rapid, IP/10/1125, Brüssel 15.9.2010. <sup>12</sup> Special Report Fund Markets, Financial Times 7.4.2008. <sup>13</sup> Wahl, Peter: Fighting Fire with Buckets. A Guide to European Regulation of Financial Markets, WEED, Berlin 2010, S. 25. <sup>14</sup> Europäische Kommission: Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories, COM(2010) 484/5, Brüssel 2010. <sup>15</sup> Vgl. Fußnote 13, S. 27. <sup>16</sup> Europäische Kommission: Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, KOM(2010) 482, Brüssel 15.9.2010, S. 3.

Swaps im Sommer 2010 hat zwar einiges diplomatisches Geschirr zerschlagen, in diesem Fall aber sicherlich zum Zustandekommen dieser zaghaften Regulierung beigetragen. Dabei hatte auch die FTD nach anfänglichen Unkenrufen über den deutschen Alleingang einräumen müssen, dass sich das Verbot positiv auf die Märkte auswirkt, indem es die Kurssprünge im kurzfristigen Handel verringert und in Abwärtsphasen den zusätzlichen Abwärtsdruck durch Spekulation mildert.<sup>17</sup> Von dem Verbot betroffen seien vor allem Intraday-Trader aus dem Ausland, ganz besonders Hedgefonds, also nicht unbedingt diejenigen Marktteilnehmer, die der Stabilität eines Finanzplatzes zuträglich sind. Dem Finanzplatz sei deshalb kein Schaden entstanden. Es spricht also viel für eine Entfristung des zunächst nur bis Ende März 2011 geltenden Verbots. Und es spricht wenig für die verhältnismäßige Großzügigkeit der EU-Kommission.

### 3. ZAHNLOSE EUROPÄISCHE AUFSICHTSTIGER

Eine wichtige Lehre aus der Krise war, dass Aufsichtsbehörden angesichts internationaler Finanzmärkte nicht länger nur rein national agieren dürfen. Die Geschäfte der in Irland ansässigen HRE-Tochter Depfa gingen, um nur ein Beispiel zu nennen, lange – zu lange – an der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) vorbei. Wenigstens innerhalb der EU gelang daraufhin gegen den Widerstand nicht nur der Briten, sondern auch der Deutschen, eine Einigung über die Schaffung dreier grenzüberschreitend tätiger Behörden: der Bankenaufsicht EBA in London, der Börsenaufsicht ESMA in Paris und der Versicherungsaufsicht EIOPA in Frankfurt. Das Problem dabei ist jedoch, dass die neuen Behörden nur eine Ergänzung zu den nationalen Behörden darstellen. Ihre durchaus gewollte Schwäche lässt sich nicht nur aus ihrem Budget von nur 40 Mio. Euro und ihrem Personalbestand, der sich von anfangs 150 auf gerade mal 300 Mitarbeiter nach vier Jahren steigern soll, ablesen. Allein die britische Finanzaufsichtsbehörde hat zehnmal so viel Personal.

Die europäischen Behörden sollen nur in Aktion treten, wenn es zu einem Interessenkonflikt zwischen nationalen Behörden kommt, wenn europäische Regeln verletzt werden oder im Krisenfall. Den Krisenfall festzustellen obliegt dem Finanzministerrat, mithin auch wieder den Nationalstaaten. In der Praxis bedeutet das, die neuen Behörden werden den nationalen Behörden erst Vorschriften machen, wenn der Notfall unmittelbar bevorsteht oder schon eingetreten ist – aber auch nur im Prinzip. Diese Vorschriften können nämlich wieder durch die nationalen Parlamente gekippt werden, sollten sie eine unerwünschte Bürde für die nationalen Haushalte darstellen. Die innereuropäische Regulierungsarbitrage, von der etwa Irland lange profitierte, lässt sich auf diese Weise jedenfalls nicht unterbinden.

Auch der unter dem Dach der europäischen Zentralbank angesiedelte Rat für systemische Risiken (ESRB), der für grenzüberschreitenden Überblick sorgen und bei einer heraufziehenden Krise rechtzeitig Alarm schlagen soll, wird dazu nur wenig beitragen. Den Vorsitz wird zunächst der EZB-Präsident innehaben; nach fünf Jahren sollen auch Zentralbankchefs aus den Ländern außerhalb der Eurozone an die Reihe kommen können. Unklar ist, was den EZB-Präsidenten davon abhielt, schon bei früheren Krisen Alarm zu schlagen und was sich durch die Einrichtung eines neuen Gremiums am bisherigen Zustand ändert. Denn einerseits kann der Rat oh-

nehin nur den Finanzministern und Aufsehern Empfehlungen geben, andererseits will er diese auch noch im Allgemeinen geheim halten, so dass nicht einmal öffentlicher oder parlamentarischer Druck entstehen kann, auf die Warnungen hin angemessen zu reagieren. Selbst dem wahrscheinlich künftigen EZB-Präsidenten erscheint dieses Konstrukt zweifelhaft. Die neue Aufsichtsstruktur bestehend aus dem Rat und den drei Fachbehörden sei nicht ausreichend, erklärte Bundesbankpräsident Axel Weber. Am wichtigsten sei es, eine wahrhaft paneuropäische Aufsicht zu schaffen.<sup>18</sup> Das Positivste, was man somit über dieses neue Aufsichtssystem sagen kann ist, dass vier zahnlose Tiger vielleicht besser sind als gar kein Tiger. Doch niemand sollte sich von den neuen Institutionen vor einer neuen Finanzkrise geschützt wähnen.

### 4. BASEL ZWEIEINHALB

Im September 2010 einigte sich der Baseler Ausschuss auf eine Reform der Eigenkapitalregeln für Banken, die, falls sie so umgesetzt wird, tatsächlich eine Verbesserung gegenüber den bisherigen Regeln darstellt. Allerdings gibt es hierbei auch eine ganze Reihe von Vorbehalten, nicht zuletzt weil die Auflagen nur für Banken gelten, nicht aber für die Schattenbanken, in denen schon so manche Krise ihren Ausgang nahm und die zugleich mit den normalen Banken durch Eigentums- oder Kreditbeziehungen gefährlich eng verbunden sind.

Basel III sieht ein hartes Kernkapital in Höhe von 4,5 Prozent vor statt wie bisher 2 Prozent, wobei Banken nur mehr das als Eigenkapital zählen dürfen, was auch wirklich zur Deckung von Verlusten taugt. Inklusiv eines antizyklischen Puffers soll die künftige Quote für hartes Kernkapital 7 Prozent betragen. Der erzielte Kompromiss sieht eine Kerneigenkapitalquote vor, die 1,5 Prozentpunkte geringer ausfällt als ursprünglich geplant, und die bis 2019 zur vollständigen Umsetzung eingeräumte Frist ist übermäßig lang. Diese Kompromisse waren offenbar nötig, um überhaupt eine Einigung zu erzielen.<sup>19</sup>

Nützlich ist das Einfügen eines antizyklischen Elements, denn unter Basel II müssen die Banken in Boomzeiten, wenn es am ehesten zur Bildung spekulativer Blasen kommt, weniger statt mehr Eigenkapital bereithalten. Doch ist offen, wie der Puffer aussehen soll, den Banken künftig bei exzessivem Kreditwachstum anlegen sollen. Der Baseler Ausschuss will die Verantwortung, den Zeitpunkt für die Bildung eines solchen zusätzlichen Kapitalpuffers festzustellen, den nationalen Aufsehern übertragen – denselben Aufsehern, die vergangene Blasen im Allgemeinen erst erkannten, wenn sie platzten. Selbst die Bundesbank übte wegen der konkreten Ausgestaltung Kritik an der beschränkten Wirkung des antizyklischen Elements.

Durchaus sinnvoll ist auch, dass sich die Kapitalanforderungen nach dem eingegangenen Risiko richten sollen. Nicht befriedigend gelöst ist allerdings das Problem der Risikoberechnung. Es wird dann virulent, wenn viele Finanzakteure gleichzeitig auf die Idee kommen, in eine bestimmte von den Aufsehern als risikoarm bewertete Anlage zu investieren, die sich aber, wie es bei den verbrieften Subprime-Hypotheken

<sup>17</sup> FTD: Leerverkaufsverbot beruhigt Märkte, 19.8.2010. <sup>18</sup> FTD: EZB-Risikorat agiert lieber geheim, 30.9.2010. <sup>19</sup> Schon jetzt haben, von Problemfällen wie der Hypo Real Estate abgesehen, die meisten europäischen Banken ein ausreichendes Kapitalpolster angelegt, wie der Banken-Stresstest im Juli 2010 zeigte.

der Fall war, als höchst gefährlich entpuppen und das ganze Bankensystem an den Rande des Abgrunds bringen können. Hier besteht dringender Nachbearbeitungsbedarf. Auch die Einführung einer Leverage Ratio von 3 Prozent, die die Kreditvergabe der Banken begrenzt, weil die Bilanzaktiva maximal das 33-fache des harten Eigenkapitals betragen dürfen, ist im Prinzip zwar positiv zu bewerten. Allerdings ist diese Grenze unnötig großzügig ausgefallen. Die Schweizer Banken etwa können auch mit der dort geltenden Grenze von 4 Prozent offensichtlich noch gut leben.

Überhaupt wäre ein Blick in die Schweiz nützlich: Dort stellte eine Regierungskommission im Oktober Eigenkapitalregeln vor, die deutlich über die Pläne des Baseler Ausschusses hinausgehen. Die Schweizer Großbanken müssen demnach künftig mehr als dreimal so viel Eigenkapital vorhalten wie bisher: Die Quote soll bis zu 19 Prozent der risikogewichteten Aktiva betragen, 10 Prozent bestehend aus hartem Eigenkapital (eigene Aktien, einbehaltene Gewinne und Cash) und 9 Prozent Pflichtwandelanleihen (Contingent Convertibles<sup>20</sup>). Das Schweizer Beispiel ist aus zwei völlig unterschiedlichen Gründen höchst lehrreich. Zum einen zeigen die moderaten Reaktionen der hauptsächlich betroffenen Banken UBS und Credit Suisse, deren Aktienkurse unmittelbar nach Veröffentlichung der Pläne sogar stiegen, dass die Drohungen der deutschen Banken über den großen Schaden, den Basel III anrichten könne, bloße Panikmache sind. Zum andern aber ist der Vorstoß auch ein Beleg für die Gefahren, die von schärferen Eigenkapitalvorschriften ausgehen: In der Schweiz wurden sie nämlich offensiv als Alternative verkauft, um die zuvor geforderte Zerschlagung oder zumindest Schrumpfung der Großbanken zu vermeiden und die Trennung von Geschäfts- und Investmentbanking nicht weiterzuerfolgen.

Der Baseler Ausschuss befasste sich mit zwei weiteren wichtigen Fragen: den Eigenkapitalregeln für das Handelsbuch, in dem die Banken Wertpapiere für den Eigenhandel zwischenparken und in dem in der Krise mit die höchsten Verluste anfielen, und der Liquiditätsausstattung der Banken, die sich nach der Lehman-Pleite als Achillesferse des gesamten Finanzsystems erwies. Bisher mussten Banken für das Handelsbuch kaum Eigenkapital vorhalten. Die neuen Regeln sehen eine Erhöhung um das Dreifache bzw. bei komplexen Verbriefungen das Vierfache vor. Der Haken: solange die USA nicht mitziehen, wird auch in Europa nichts geschehen.

Eine verbesserte Liquiditätsausstattung soll die gegenseitigen Abhängigkeiten im Interbankenmarkt reduzieren. Dazu soll ab 2015 ein Mindestbestand an Vermögensbeständen angelegt werden, welche so liquide sind, dass die Banken bis zu 30 Tage auch ohne Geldzufuhr von außen auskommen. Der Liquiditätspuffer soll zu 40 Prozent aus Unternehmensanleihen und Pfandbriefen bestehen – die nur mit einem gewissen Abschlag gezahlt werden dürfen – und zu 60 Prozent aus Staatsanleihen mit guter Bonität. Dass auch diese nicht zwangsläufig jederzeit handelbar und ohne größere Verluste in Liquidität übersetzbar sind – siehe Griechenland –, scheint den Aufsehern dabei entgangen zu sein.

Da Sparer ihre Einlagen im Krisenfall abziehen könnten, ist zudem vorgesehen, dass die Banken 5–10 Prozent der gesamten Kundeneinlagen vorhalten, um die Auszahlung zu gewährleisten. Mit einem darüber hinausgehen Run auf die Bank rechnen die Zentralbanken zweckoptimistisch nicht. Immerhin müssen dagegen die Einlagen, die die Banken un-

tereinander halten, zu 100 Prozent mit Liquidität unterlegt werden. Da die am klassischen Einlagen- und Kreditgeschäft orientierten Banken, vor allem die Sparkassen und Genossenschaftsbanken, relativ wenig von der Finanzkrise betroffen waren, weil sie über hohe Spareinlagen verfügen, fallen die Liquiditätsregeln für diese etwas großzügiger aus. Für Finanzverbände, wie sie Sparkassen und Genossenschaftsbanken unterhalten, reicht eine Liquidität in Höhe von 25 Prozent aus. Auch wenn diese Begünstigung der «langweiligen» und damit deutlich weniger krisenanfälligen Banken vernünftig erscheint, so kommen doch Zweifel darüber auf, warum auch die Landesbanken, die reihenweise ins Trudeln gekommen waren, von dieser Regel profitieren sollen.

Die Politik täte insgesamt gut daran, sich bewusst zu machen, dass höhere Eigenkapitalquoten allein nicht geeignet sind, künftige Krisen zu verhindern – allein schon, weil von Kapitaldecken die Rede ist, die im Fall des Falles sich als lächerlich dünn erweisen könnten. Zum Vergleich: Für die Krisenbank Hypo Real Estate musste der deutsche Staat inzwischen schon 10 Mrd. Euro Steuergelder und Garantien über 142 Mrd. Euro bereitstellen. Selbst wenn die HRE so hohe eigene Mittel gehabt hätte wie die ungleich größere Deutsche Bank, die ausweislich ihrer Bilanz 2009 über ein Eigenkapital von 34 Mrd. Euro verfügte, wäre sie damit nicht weit gekommen. Bei der französischen Société Générale gelang es einem einzigen kleinen Händler, Jérôme Kerviel, ein Rad von mehr als dem anderthalbfachen Umfang des Eigenkapitals der Großbank zu drehen. Und wie wenig vor einer Pleite geschützt Banken allein durch ihr Eigenkapital sind, das zeigte im Übrigen auch der Zusammenbruch von Lehman Brothers: Die Investmentbank hatte vor ihrer Pleite längst die Kapitalregeln erfüllt, die Basel III erst ab 2019 allgemeinverbindlich macht.

## 5. KEINE ENGEREN GÜRTEL FÜR BONSEMPFÄNGER

Die exorbitanten und auf kurzfristige Gewinne ausgelegten Bonuszahlungen für Banker gerieten schon früh ins Visier von Politikern, weil sie einen Anreiz schaffen, hohe Risiken einzugehen, ohne aber Sanktionen für den Fall vorzusehen, dass die Risiken sich als übermäßig groß erwiesen und die Spekulation scheiterte.

Hier hat das Europaparlament eine Vorreiterrolle eingenommen, indem es für viele Beobachter überraschend die geplante EU-Verordnung über Eigenkapitalanforderungen um eine im internationalen Vergleich sehr weitgehende Bonusregelung ergänzte. Demnach müssen künftig zwischen 40 Prozent und 60 Prozent jeder Bonuszahlung mindestens drei Jahre lang zurückgestellt werden und wieder eingezogen werden können, wenn sich Investitionen nicht erwartungsgemäß entwickeln. Darüber hinaus muss zumindest die Hälfte der Zahlung in Form von «bedingtem Kapital» (Fonds, auf die die Bank im Falle von finanziellen Schwierigkeiten als erstes zurückgreift) oder Aktien erfolgen. Mit der Forderung nach einer Beschränkung der Bonuszahlungen auf die Höhe des Fixgehalts konnten sich die Parlamentarier allerdings nicht durchsetzen, so dass auch weiterhin exorbitant hohe Ausschüttungen möglich sein werden.

<sup>20</sup> Bei diesen findet die Umwandlung anders als bei herkömmlichen Wandelanleihen nicht beim Erreichen eines bestimmten Aktienkurses statt, sondern sobald das Kernkapital des Emittenten unter eine bestimmte Grenze fällt.

In Deutschland wurde immerhin das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung verabschiedet, wonach die Vorstandsbezüge «in einem angemessenen Verhältnis zur Leistung des Vorstands und zur Lage des Unternehmens stehen müssen». Zwar ist diese Regel an Vagheit kaum zu übertreffen, doch haben inzwischen immerhin einige Unternehmen beschlossen, einen Teil der Bonusauszahlungen erst nach einer Wartezeit von mehreren Jahren auszuzahlen. Im vergangenen Oktober vereinbarte die Koalition, den mit Steuergeldern geretteten Banken eine Obergrenze der Bezüge von 500.000 Euro vorzuschreiben. Bisher gilt diese Grenze nur für die Vorstände, was die Banken nicht daran hinderte, an die zweite Reihe der Manager umso höhere Boni auszuschütten. Wo der Staat mit mehr als 75 Prozent beteiligt ist, werden Boni nun komplett gestrichen.

Wenn angesichts dessen der Regierung Populismus vorgeworfen wird, so ist das nicht ganz falsch, denn es geht ihr anscheinend nicht mehr um Regulierung bzw. Risikobegrenzung, sondern nur noch um die tatsächlich skandalöse absolute Höhe der Zahlungen. Eine Begrenzung der Bezüge von kaum mehr als 100 betroffenen Mitarbeitern von gerade mal vier Geldinstituten ist jedoch nichts als eine Zuckerpille fürs Wahlvolk – und selbst hierbei ist noch unsicher, ob die Regeln vor allem, wo Mitarbeiter im Ausland betroffen sind, überhaupt juristischen Bestand haben. Die geplante Streichung sämtlicher Boni beschränkt sich sogar nur auf eine einzige Bank: die HRE.

Zielführender wäre es daher, wenn sich die Politik endlich mit der Frage befassen würde, warum Banker mehr als jede andere Berufsgruppe einschließlich der angeblich so knappen Ingenieure eine derart exorbitante Vergütung erwarten und auch erhalten. Und warum dies selbst im Fall von geretteten Pleitebanken gibt, wo es gar keine Gewinne auszuschütten gibt und wo die Schiefelage der Bank doch wohl alles andere als ein Beleg für die guten Leistungen der Banker ist. Auch die 2,6 Mrd. Euro, die die Deutsche Bank sogar noch im Krisenjahr 2009 an führende Angestellte ausschüttete, sind ein Beleg, dass der Bankensektor insgesamt nach wie vor nicht auf eine Normalgröße zurückgeschrumpft ist. Immer noch ist im Bankensektor offenbar zu viel Geld im Umlauf. Und immer noch können sich die Banken und ihre Mitarbeiter darauf ausruhen, dass sie für eingegangene Risiken nicht zur Verantwortung gezogen werden, ja nicht einmal auf ihre Bonuszahlungen verzichten müssen, weil Bank und Boni ja gegebenenfalls vom Staat gerettet werden.

Zwar mag es als politisches Signal nicht verkehrt sein, wenn der Staat bzw. die EU die Bonusausschüttungen reguliert, weil das zumindest an dieser Stelle ein Zeichen gegen die immer weiter auseinander klaffende Einkommensschere setzt. Doch eine derartige Regulierung darf nicht dazu führen, dass das dahinter liegende Problem verschleiert wird, nämlich dass der Bankensektor für sich genommen eine Blase darstellt, aus der Luft gelassen werden muss. Einem Kommentar der FTD zufolge «könnte die Politik schon einiges erreichen, wenn sie endlich zulassen würde, dass der Bankensektor insgesamt und die einzelnen Institute auf das notwendige Maß schrumpfen. Das ist aus vielen anderen Gründen wünschenswert – etwa um das Problem zu entschärfen, dass viele Banken zu groß sind, um sie im Ernstfall pleitegehen zu lassen. Als Nebeneffekt würde auch die Nachfrage nach Topbankern sinken – und damit das Gehaltsniveau».<sup>21</sup>

## 6. RATINGAGENTUREN MIT BESCHRÄNKTER HAFTUNG

Erst als die Finanzkrise längst da war, wurden Regulierer auf die zwielichtige Rolle der Ratingagenturen aufmerksam – konkret auf den Interessenkonflikt, der sich daraus ergibt, dass Agenturen einerseits beim Verbriefungsgeschäft mit Subprime-Hypotheken als Berater tätig waren und andererseits dann die von ihnen selbst gestalteten komplexen Finanzinstrumente bewerteten, natürlich mit Bestnoten. In der Staatsschuldenkrise spielten die Agenturen erneut eine unrühmliche Rolle, weil sie vorhandene Probleme unnötig verschärften. So hatte Moody's im Juni vergangenen Jahres griechische Staatsanleihen urplötzlich, als sei der Haushalt des Landes erst zu dem Zeitpunkt von grundsolide auf unhaltbar gekippt, um vier Stufen auf Ramschniveau herabgesetzt. Dadurch wurde eine Kettenreaktion ausgelöst, weil zahlreiche Fonds und Versicherungen nicht in Ramschpapiere investieren dürfen und automatisch verkaufen mussten, wodurch die Anleihekurse in den Keller sausten und die ohnehin schon hohen Zinsen sich noch weiter erhöhten.

Bereits im Juli 2009 hat der Europäische Rat eine Verordnung beschlossen, die eine Registrierungspflicht für Ratingagenturen und eine Trennung des Bewertungs- vom Beratungsgeschäft vorsieht. Wollen die Agenturen in der EU zugelassen sein, dürfen sie im Prinzip keine Beratungsdienste mehr erbringen und müssen Interessenkonflikte zumindest offenlegen. Sie müssen die den Bewertungen zugrundeliegenden Modelle und Methoden öffentlich machen, einen jährlichen Transparenzbericht veröffentlichen, eine interne Qualitätsüberwachung einrichten und die Ratings komplexer Produkte eigens kennzeichnen. Damit macht die EU den bisher freiwilligen Verhaltenskodex der IOSCO, der internationalen Organisation der Aufsichtsbehörden, verbindlich, was an sich schon ein positiver Schritt ist.

Die Trennung von Beratung und Bewertung ist jedoch völlig zahnlos, da leicht zu umgehen. Eine Ratingagentur kann ihr Beratungsgeschäft dazu kurzerhand in eine separate Gesellschaft auslagern und die beiden Geschäftsbereiche unterhalb einer Holding-Struktur weiterbetreiben. Gar nicht angegangen werden die in der Griechenlandkrise deutlich gewordenen prozyklischen Auswirkungen von Ratings. Anders als in den USA ist in der EU keine Haftungspflicht vorgesehen.<sup>22</sup>

Im Vorfeld seiner Jahrestagung im Herbst 2010 hatte sich daher der IWF in die Debatte eingeschaltet und über die bisherige Regulierung hinaus neue Zahlungsregeln für Ratingagenturen eingefordert.<sup>23</sup> Demnach sollten die Emittenten für die Bonitätsbeurteilung in Raten zahlen, wobei spätere Raten erst fällig werden, wenn sich die Bewertung als korrekt herausgestellt hat. Den alternativ dazu diskutierten – und im Fall der halbstaatlichen chinesischen China Credit Rating Co. bereits umgesetzten – Vorschlag, wieder zum ursprünglichen Modell, bei denen statt der Emittenten die Wertpapierkäufer für die Bewertungen zahlen, lehnt der IWF hingegen mit Hinweis auf die zu große Marktmacht einzelner Investoren ab, die der Manipulation Tür und Tor öffne. Sie könnten z. B. durch eine niedrigere Bewertung von Anleihen höhere Zins-

<sup>21</sup> FTD: Wie der Staat die Boni päppelt, 22.9.2010. <sup>22</sup> Die im Rahmen der US-Finanzreform vorgesehene Haftung für die Bewertung von forderungsbesicherten Wertpapieren (Asset-Backed Securities) wurde allerdings ausgesetzt, weil sich die Agenturen weigerten, die Bewertungen zu veröffentlichen und so die Neuemission dieser Papiere praktisch zum Stillstand brachten. <sup>23</sup> IMF: Global Financial Stability Report, Washington 2010.

erträge herbeizuführen versuchen oder durch eine bessere Bewertung von an sich riskanten Papieren das Verbot umgehen, in Ramschpapiere zu investieren.

Um Einflussnahme bzw. Gefälligkeitsgutachten zu verhindern, wäre es allerdings wohl einfacher, die Bezahlung über einen Fonds erfolgen zu lassen, in den alle Nutzer einzahlen. In den USA gab es alternativ dazu den Plan, eine Clearingstelle einzurichten, die den Agenturen einzelne Papiere zur Bewertung zugeteilt hätte, doch wurde dieser vom Kongress gekippt. Zu fordern wäre zudem eine Diskussion darüber, wie sich vor allem die Regulierer von Ratingagenturen unabhängiger machen können, etwa in Bezug auf Eigenkapitalregeln oder zulässige Investments von Fonds und Versicherern. Voraussetzung, um dahin zu gelangen, ist eine Vereinfachung von Finanzprodukten, die ohnehin auch aus vielen anderen Gründen dringend geboten wäre. Denn solange der Gesetzgeber Anlegern und Banken gesetzlich vorschreibt, sich in bestimmten Bereichen an Ratings zu orientieren, werden diese sich weiterhin blind auf Ratingagenturen verlassen.

## **7. SELBSTBEHALTKOSMETIK BEI VERBRIEFUNGEN**

Das Platzen der Immobilienblase in den USA hätte sich ohne die Bündelung und den Weiterverkauf der Subprime-Hypotheken nie zu einer derart umfassenden globalen Krise entwickelt, wie die Welt sie ab 2007 erlebte. Naheliegender war daher die Forderung nach einem Selbstbehalt der Banken bei Kreditverbriefungen. Die Idee dahinter: Wenn diese sich nicht mehr aller Risiken entledigen können, müssten sie allein aus Eigeninteresse für eine Minimierung der Risiken sorgen. Überdies müssten die Banken mehr Eigenkapital vorhalten, wenn sie einen Teil der Kredite in ihren Büchern behalten, wodurch auch das Volumen der Kreditvergabe eingeschränkt würde. Im Juli 2010 hat der Bundestag daher ein Gesetz verabschiedet, demzufolge Banken zunächst 5 Prozent und nach einer Übergangsfrist 10 Prozent einer Verbriefungstransaktion in ihrer Bilanz halten müssen. Damit ging er deutlich über die EU-Vorgaben hinaus, die dauerhaft nur 5 Prozent vorsehen. Was gut klingt, ist bei näherer Betrachtung eine Farce. So muss der Selbstbehalt nicht über das gesamte Portfolio verteilt sein, sondern es genügt, ihn aus der so genannten Erstverlusttranche zu bilden, d.h. aus dem Teil des gesamten Verbriefungspakets mit dem geringsten Rating und damit dem höchsten erkannten Risiko. Gängige Praxis war es allerdings schon vor Ausbruch der Krise, diese Tranche, typischerweise 10 Prozent der Gesamtverbriefung, nicht weiterzuverkaufen.<sup>24</sup> Für die Banken würde sich also de facto nichts ändern. Bei den als weniger riskant geltenden verbrieften Wertpapieren haben sie weiterhin keinen Anreiz, verstärkt auf die sich dahinter verbergenden Risiken zu achten.

Ein weiteres Element des Gesetzes betrifft die Wiederverbriefungen, durch die die Risiken auf immer mehr Akteure verteilt wurden – auch dies eines der Probleme, die die Finanzkrise zum globalen Phänomen heranwachsen ließen. Künftig soll in diesem Fall eine höhere Risikogewichtung gelten. Diese an sich sinnvolle Regelung wird jedoch sogleich wieder dadurch aufgeweicht, dass bestimmte Geschäfte davon ausgenommen werden können, die irrigerweise als wichtige Finanzierungsquelle kleiner und mittlerer Unternehmen eingestuft wurden. Gemeint sind damit vor allem die Asset-Backed Commercial Paper (ABCP)-Programme, wie sie u. a. von der

DZ Bank speziell für kleine und mittlere Unternehmen aufgelegt worden waren. Doch war das vor der Krise ausgesprochen hohe Wachstum in diesem Segment gar nicht durch die KMU-Finanzierung zustande gekommen, da diese Finanzierungsquelle für den Mittelstand nach wie vor von vollkommen untergeordneter Bedeutung ist. Angesichts dessen ist die Frage des DGB durchaus angebracht, ob Verbriefungen und schon gar Wiederverbriefungen überhaupt ein sinnvolles und schützenswertes Geschäftsmodell sind.<sup>25</sup>

Doch selbst dieser insgesamt schwache Gesetzentwurf wurde auf Betreiben der den Frankfurter Finanzlobbyisten hörigen hessischen Landesregierung noch weiter abgeschwächt. Im Vermittlungsausschuss wurde die Frist bis zur Umsetzung der 10 Prozent-Regel auf 2015 verschoben – und dies auch noch von dem Ergebnis eines 2012 von der Bundesregierung vorzulegenden Berichts über den Verbriefungsmarkt abhängig gemacht. Damit ist fraglich geworden, ob es überhaupt zu der Neuregelung kommt.

Um dieses Gesetz nicht vollends zum Papiertiger werden zu lassen, wäre jedoch statt einer Abschwächung eine Verschärfung nötig im Sinne eines höheren Selbsthalts, der über das gesamte Portfolio zu verteilen und mit entsprechenden Eigenmitteln zu unterlegen ist. Überdies müssten die Ausnahmen für ABCP-Programme wie im Übrigen auch für öffentliche Schuldner gestrichen werden, denn wie die Erfahrungen der Euro-Krise 2010 zeigen, sind Marktverwerfungen mitnichten auf den Privatsektor beschränkt. Und schließlich sollten Wiederverbriefungen, für deren gesamtwirtschaftlichen Nutzen es keinerlei Belege gibt, schlicht verboten werden.

## **8. AUCH BANKEN MÜSSEN PLEITEGEHEN KÖNNEN**

Auf allen Ebenen wird derzeit daran gearbeitet, gestrauchelte Banken gegebenenfalls abwickeln zu können, ohne dass gleich das ganze Finanzsystem in Gefahr gerät. Das «als klare Alternative zur Enteignung»<sup>26</sup> im Herbst 2010 in der Bundesrepublik verabschiedete Restrukturierungsgesetz sieht vor, dass Banken in einer Schieflage zunächst auf eigene Initiative ein Sanierungsverfahren einleiten können. Erst als zweite Stufe ist ein Reorganisationsverfahren vorgesehen, hinter dem sich nichts anderes als ein speziell auf Banken zugeschnittenes Insolvenzverfahren verbirgt. Ist Gefahr fürs Finanzsystem im Verzug, können die Aufseher auch direkt eingreifen, systemrelevante Teile abtrennen und anderen Trägern übertragen, wahrscheinlich einer öffentlichen «Brückbank» – für die dann allerdings wie gehabt wohl auch wieder der Steuerzahler aufkommen muss, da die durch die ebenfalls vorgesehene Bankenabgabe zu erwartenden Summen viel zu gering sind, um für die Rettungs- bzw. Sanierungskosten einer ins Trudeln geratenen Großbank aufzukommen.<sup>27</sup> Diese

<sup>24</sup> Vgl. dazu Metzger, Martina: Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der geänderten Bankenrichtlinie und der geänderten Kapitaladäquanzrichtlinie, Drucksache 17/1720, Berlin 17.5.2010. Das DIW geht allerdings eher von einem Volumen von 5 Prozent für die Erstverlusttranche aus, so dass ein zehnpromzentiger Selbstbehalt immerhin doch einen gewissen Unterschied machen würde (Schäfer, Dorothea: Kreditverbriefungen: Zehn Prozent anstatt fünf!, DIW Wochenbericht 40/2010, Berlin 6.10.2010, S. 16). <sup>25</sup> Deutscher Gewerkschaftsbund Bundesvorstand: Stellungnahme zum »Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der geänderten Bankenrichtlinie und der geänderten Kapitaladäquanzrichtlinie«, Drucksache 17/1720, Berlin 17.5.2010. <sup>26</sup> Bundesministerium für Justiz: Restrukturierungsgesetz: Bundesregierung zieht die richtigen Lehren aus der Finanzmarktkrise, Pressemitteilung, 25.8.2010. <sup>27</sup> Obwohl die Zielgröße des Fonds zwar auf 70 Mrd. Euro festgelegt wurde, wären nach Angaben der Bundesregierung durch solch eine Abgabe etwa im Jahr 2009 nur 500 Mio. Euro zusammenkommen (taz: Rettungssanker Steuerzahler, 8.10.2010).



Drohung mit einer De-facto-Verstaatlichung zumindest von Teilen der Bank ist jedoch unumgänglich, wenn eine eigenverantwortliche Restrukturierung gewollt ist, damit Eigner und Gläubiger der Bank sich nicht in Vertrauen auf staatliche Rettung schmerzhaften Einschnitten verweigern.

Die Banken und ihre Lobbyvereinigungen reagierten gelassen auf das Vorhaben. Kein Wunder: Oberste Priorität hatte für sie stets, eine Zerschlagung bzw. ein Zurückstutzen auf eine nicht systemrelevante Größe zu verhindern. Das gewährleistet das Gesetz, denn es greift erst, wenn die Krise schon da ist. Bis dahin können die Banken weitermachen wie bisher und sich dann im Notfall wie gehabt auf die Hilfe des Staates und mithin des Steuerzahlers verlassen.

Interessant ist immerhin, dass das Gesetz für das Reorganisationsverfahren die Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital in Betracht zieht. In kommenden Krisen sollen nicht nur Aktionäre und ggf. Steuerzahler die Kosten tragen, sondern auch die Gläubiger, indem ihre Forderungen im Krisenfall in Aktien umgewandelt werden können, sodass die Bank dadurch zusätzliches Eigenkapital erhält.

Die EU hat ebenfalls die Arbeiten an einem speziellen Insolvenzrecht aufgenommen, das den Aufsehern umfangreiche Eingriffsmöglichkeiten zur Rettung oder Abwicklung von Krisenbanken eröffnet und Gläubiger ggf. zur Kasse bittet. Auch hier ist das Problem, dass bis zur drohenden Pleite die Banken schalten und walten können wie zuvor, ohne dass ihre Größe und Vernetzung angegangen oder eine Trennung von Geschäfts- und Investmentbanken vorgeschrieben wird. Die EU geht mit ihren Plänen, die Bankgläubiger im Krisenfall zur Verantwortung zu ziehen, sogar weiter als die Bundesregierung. Einem Vorschlag von Binnenmarktkommissar Michel Barnier zufolge sollen die Finanzaufseher per Gesetz ermächtigt werden, Bankanleihen notfalls auch zwangsweise in Aktien umzuwandeln. Da aber die Kommission bei der Abgrenzung, welche Verbindlichkeiten unter die neue Regeln fallen (z. B. besicherte Anleihen oder konzerninterne Verbindlichkeiten), offenbar rechtliche Probleme vorhersieht, wäre auch eine schwächere Alternative denkbar. Dazu gehört insbesondere die Ausgabe von Pflichtwandelanleihen (Contingent Convertibles oder CoCos) wie in der Schweiz, die beim Unterschreiten einer bestimmten Kernkapitalquote des Emittenten in Eigenkapital umgewandelt werden.

Zwar ist es begrüßenswert, wenn die Käufer von Bankanleihen ihre ungerechtfertigten Privilegien verlieren, die durch die impliziten staatlichen Garantien für Banken entstehen. Dennoch sind die Pläne alles andere als risikofrei, vor allem weil die CoCos prozyklisch wirken. So wären Kettenreaktionen zur Folge, wenn bei fallenden Kursen auch Banken und Fonds als Anteilseigner der von der Umwandlung betroffenen Bank entsprechende Verluste verbuchen und durch Eigenkapital auffangen müssten. Im Krisenfall vergrößert sich durch die Umwandlung das Aktienangebot zudem an den Börsen just zu dem Zeitpunkt, zu dem die Kurse ohnehin schon fallen, wodurch sich die Abwärtsspirale. Der Kauf von CoCos durch andere Banken ist daher unbedingt zu untersagen. Zudem könnte die Umwandlung der Anleihen auch als Signal zum Bank-Run gewertet werden. Überdies ist unklar, wie verhindert werden kann, dass Banken, um die Risikoaufschläge und damit die höheren Finanzierungskosten zu vermeiden, sich dann verstärkt durch unregulierte Derivate finanzieren.

Die Umsetzung derartiger Pläne erscheint aber ohnehin nicht zuletzt deshalb als unsicher, weil Versicherer, die um ihre sicheren Anlagemöglichkeiten fürchten, und die Banken, die höhere Finanzierungskosten befürchten, dagegen Sturm laufen.<sup>28</sup>

Ein wie immer gestaltetes Insolvenzrecht kann jedenfalls kein Ersatz für das Zerschlagen zu groß und zu systemrelevant gewordener Banken sein. Nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers war das Hauptproblem bekanntlich, dass der Geldmarkt fast vollständig austrocknete, weil sich die übrigen Banken aus lauter Misstrauen über den nächsten Pleitekandidaten kein Geld mehr zur Verfügung stellten. Es ist unklar, weshalb eine geordnetere Pleite einer Bank vom Lehman-Kaliber diese Ängste obsolet machen sollte.

## **9. FINANZTRANSAKTIONSTEUER BLEIBT EIN VERSPRECHEN**

Dass neben übermäßiger Verschuldung auch extrem kurzfristige spekulative Finanztransaktionen zur Destabilisierung der Finanzmärkte beitragen, daran bestehen kaum noch ernsthafte Zweifel.<sup>29</sup> Überdies stellte das WIFO-Institut in einer Studie fest, dass die Zunahme des spekulativen Handels in den letzten Jahren nicht nur für kurzfristige Volatilitäten verantwortlich gemacht werden kann, sondern auch für ein langfristiges Abweichen der Marktpreise von ihren Gleichgewichtswerten.<sup>30</sup> Die Entwertung von Vermögenswerten im Zuge der Krise war durch die vorangegangenen überschießenden Aufwertungen erst ermöglicht worden. Dieses Marktversagen zu korrigieren und das durch exzessive Liquidität angetriebene Überschießen zu bremsen, wäre durch die Einführung einer Finanztransaktionsteuer möglich. Da alle Transaktionen zur Erhebung der Steuer erfasst werden müssen, leistet sie überdies einen wichtigen Beitrag zur Herstellung von mehr Transparenz auf den Märkten. Sie gehört daher zweifellos zu den wichtigsten Maßnahmen zur Verhinderung künftiger Krisen.<sup>31</sup>

Nach längerem Schwanken entschied sich die Bundesregierung immerhin dafür, die Einführung einer Finanztransaktionsteuer zu unterstützen, allein schon deswegen, weil das so genannte Sparpaket wenigstens einige wenige Elemente aufweisen sollte, die nicht in erster Linie die ärmeren Teile der Gesellschaft treffen.

Im Oktober 2010 wehrte EU-Steuerkommissar Semeta die Einführung einer solchen Steuer jedoch mit dem altbekannten Totschlagargument ab, ein europäischer Alleingang sei nicht sinnvoll. Die Entscheidung solle deshalb der G20 überlassen werden, die sich aber, wie allen Beteiligten auch vorher schon bekannt war, nicht auf eine Finanztransaktionsteuer einigen kann, vor allem weil Länder wie Kanada und diverse Schwellenländer sich nicht für die Krise und damit auch nicht für deren Finanzierung verantwortlich fühlen. Die EU als größte Wirtschaftsmacht der Welt würde sich also durch ver-

<sup>28</sup> Ex-Investmentbanker Sony Kapoor äußerte in der FTD (Anleger verlangen Prämie für Bankenrettung, 21.10.2010) wohl leider zu Recht große Zweifel daran, ob die Umwandlung von Anleihen in Beteiligungskapital wirklich in die Praxis umgesetzt wird: «Regierungen in der EU haben die Interessen von Gläubigern stets über die der Steuerzahler gestellt.» <sup>29</sup> Vgl. dazu z. B. die Äußerungen des früheren Bankmanagers und jetzigen Leiters des Capital Institute, John Fullerton, auf einer Pressekonferenz im National Press Club in Washington am 15.4.2010. <sup>30</sup> Schulmeister, Stephan et al.: A General Financial Transaction Tax, Motives, Revenues, Feasibility and Effects, Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung, Wien 2008. <sup>31</sup> Vgl. dazu auch Dieter, Heribert: Chancen und Effekte der Besteuerung von Finanzmarkttransaktionen, SWP Studie, Berlin September 2010, S. 24.

gleichsweise unbedeutende Finanz- und Wirtschaftsstandorte von einer der sinnvollsten Maßnahmen abbringen lassen, die im Rahmen der Finanzreformen angedacht wurden.

Erfreulicherweise bekundeten einige Länder, darunter Frankreich, Deutschland und Österreich, entgegen dem Vorschlag von Semeta weiterhin an einer europäischen Finanztransaktionssteuer festzuhalten und auch eine Einführung nur in den Staaten der Eurozone zu prüfen. Wegen des Vetos der Briten scheint eine EU-weite Einführung derzeit jedoch illusorisch. Die Bundesregierung hat ihre Ambitionen allerdings zuletzt schon wieder deutlich heruntergeschraubt: Zum einen scheint ihr das Mitmachen der Briten erforderlich zu sein und zum anderen sollte mit der Steuer keine Lenkungswirkung ausgeübt werden – weswegen nur der niedrigste in der Diskussion befindliche Steuersatz von 0,01 Prozent in Frage käme.<sup>32</sup>

Dabei ist das wichtigste Gegenargument, die einseitige Einführung einer Finanztransaktionssteuer würde nur zum Abwandern der Akteure zu anderen Finanzplätzen führen, so nicht haltbar. Die etwaige Abwanderung ließe sich anhand der konkreten Ausgestaltung stark minimieren – so haben etwa das WIFO-Institut<sup>33</sup> oder die europäischen Grünen<sup>34</sup> bereits entsprechende Vorschläge unterbreitet.

Auch technisch spricht nichts gegen die Einführung der Steuer. Selbst der IWF räumt inzwischen ein: «Die Erhebung von Steuern auf eine breite Auswahl börsengehandelter Wertpapiere kann einfach und billig sein, wenn sie über zentrale Clearingstellen erfolgt» (Ü.d.A.)<sup>35</sup>. Praktisch alle Finanztransaktionen weltweit werden über wenige zentrale Zahlungssysteme abgewickelt, die so sicher sein müssen, dass sie nicht einfach in Regulierungsöasen zu replizieren sind.<sup>36</sup> Da diese elektronisch mit den Zentralbanken verbunden sind, würde eine einfache elektronische Kennzeichnung genügen, um von jeder Transaktion die Transaktionssteuer automatisch zu erheben, unabhängig vom Sitz des Händlers.

Statt einer Finanztransaktionssteuer, die Einnahme- mit Lenkungswirkung verbinden, alle Finanzmarktakteure erfassen und darüber hinaus auch noch einen unschätzbaren Beitrag zu mehr Transparenz auf den Finanzmärkten leisten würde, deutet nun vieles darauf hin, bestenfalls noch die Banken mit kleinen Beträge an den Kosten der vergangenen oder auch nur zukünftigen Krisen zu beteiligen: sei es durch eine Bankenabgabe, wie sie das deutsche Restrukturierungsgesetz vorsieht, sei es durch die vom IWF vorgeschlagene und in der EU und der Bundesrepublik diskutierte Finanzaktivitätsteuer. Die Bankenabgabe sollte nach ersten Entwürfen 1,2 Mrd. Euro jährlich in die Kasse spülen, doch nach neueren Angaben der Bundesregierung wären 2008 gerade einmal 300 Mio. Euro und 2009 auch nur 500 Mio. Euro zusammenkommen.<sup>37</sup> Es würde also allein zwei Jahrzehnte dauern, bis die bislang für die Rettung der HRE geflossenen Gelder eingenommen wären.

Die vor allem auf EU-Ebene diskutierte Finanzaktivitätsteuer, die auch von der Bundesregierung als Konkurrenzvorschlag zur Finanztransaktionssteuer in Erwägung gezogen wird, ist wiederum nichts anderes, als eine kleine zusätzliche Ertragssteuer auf die Gewinne der Banken bzw. Einkommensteuer auf die exzessiven Managervergütungen. Sie ist, wie die Kommission selbst meint, ein kleiner Ausgleich dafür, dass die Finanzbranche von der Mehrwertsteuer ausgenommen ist.<sup>38</sup> Eine Lenkungswirkung hat die Finanzaktivitätsteuer

nicht mehr, weil die potenziell das Systeme destabilisierenden spekulativen Transaktionen davon ja gar nicht berührt werden, sondern nur die Gewinne unabhängig davon, ob diese beispielsweise durch riskanten Eigenhandel oder durch das traditionelle Kreditgeschäft erzielt wurden.

## WAS FEHLT: FINANZSEKTOR VERKLEINERN, KASINO SCHLIESSEN

Viele Forderungen von Globalisierungskritikern wie Attac zur Regulierung des Finanzsektors wurden inzwischen, wie gezeigt, von der Politik aufgegriffen, doch in einer Weise, in der die damit verbundenen Ziele nicht erreicht werden. «Die ‚Finanzalchemie‘ boomt mehr denn je, egal ob durch Spekulation auf Staatspleiten, höhere Rohstoffpreise oder eine Euroabwertung», stellt Stephan Schulmeister vom Wiener WIFO-Institut fest.<sup>39</sup>

Bei den bisherigen Maßnahmen wurde die zentrale Frage gar nicht gestellt, die der Ausgangspunkt aller Bemühungen sein müsste, um zu entscheiden, was durch die neuen Regeln denn eigentlich bewirkt werden soll. Die Frage lautet schlicht: cui bono? Wem dienen Banken, deren wesentlicher Gewinnbringer der Eigenhandel ist? Wem nützt die Existenz von Steueroasen? Welche (positive) Rolle spielt Spekulation für die Wirtschaft?<sup>40</sup>

Die bisherigen Regulierungsbemühungen zeigen vielmehr vor allem eines: wie schnell die Politik bereit ist, den Finanzlobbyisten nachzugeben, aus Angst, sonst würden Arbeitsplätze verlorengehen und der Kreditfluss an die Wirtschaft austrocknen. Strengere Regeln für Banken gleich zehn Millionen weniger Arbeitsplätze, so die Rechnung oder vielmehr Drohung von Deutsche-Bank-Chef Josef Ackermann im vergangenen Sommer. Nicht nur, dass solche Zahlen jeglicher empirischer Grundlage entbehren und dass vielmehr zig Tausende Bankangestellter ihren Job im Zuge der Krise verloren, die gerade eine Folge mangelnder Regeln war. Überdies wird bei diesen Gedankenspielen keinerlei Unterschied gemacht zwischen denjenigen Banken, die tatsächlich Unternehmen der Realwirtschaft das Gros der Kredite bereitstellen – zu meist kleinere und lokal bis regional verankerte Banken wie die Sparkassen und Genossenschaftsbanken – und Investmentbanken, deren Interessen und Geschäfte in vielen Fällen kaum noch etwas mit der Realwirtschaft zu tun haben und die im Zentrum der Krise standen.

Nach wie vor gilt aus Sorgen über die Kreditvergabe einerseits und aufgrund der Angst vor einer Kettenreaktion im Krisenfall andererseits eine implizite Staatsgarantie für Groß-

<sup>32</sup> FTD: Schäuble bereitet Finanzmarktsteuer vor, 16.12.2010. <sup>33</sup> Schulmeister, Stephan: Short-term Asset Trading, long-term Price Swings, and the Stabilizing Potential of a Transactions Tax, Wien, 2010. <sup>34</sup> <http://www.greens-efa.org/cms/pressreleases/dok/354/354880.eufinanztransaktionssteuer@en.htm>. <sup>35</sup> IMF: A fair and substantial contribution by the financial sector, Interim report for the G-20, Washington 2010. <sup>36</sup> Zum Informationsaustausch, also Anfragen, Angebote u. a. Formen der Geschäftsanbahnung dient dabei das SWIFT-System. Die Zahlung selbst erfolgt über Zahlungsausgleichssysteme, deren bedeutendstes die Continuous Link Settlement (CLS) Bank ist, die inzwischen über 80 Prozent des Zahlungsausgleichs vornimmt. Die Deutsche-Bank-Tochter Clearstream, die als Abwickler und Verwahrer von Wertpapieren fungiert, zählt mit gut 10 Bio. Euro verwahrten Wertpapieren ebenfalls zu den größten Wertpapierdienstleistern der Welt. <sup>37</sup> taz: Rettungssanker Steuerzahler, 8.10.2010. <sup>38</sup> Europa Press Releases: Kommission erläutert ihre Vorstellungen zur Besteuerung des Finanzsektors, IP/10/1298, Brüssel 7.10.2010. Allerdings handelt es sich bei der Finanzaktivitätsteuer im Gegensatz zur Finanztransaktionssteuer ja gerade nicht um eine Umsatzsteuer. <sup>39</sup> Schulmeister, Stephan: Zehn Thesen zur Krise und ihrer Überwindung, in: Wiener Institut für internationalen Dialog und Zusammenarbeit, vidc.org, news 14/2010. <sup>40</sup> Auch dem Beitrag, den viele Staaten selbst zum Entstehen globaler Ungleichgewichte und übermäßiger Liquidität und damit von Finanzblasen leisten, wird zu wenig Bedeutung beigemessen. Da es sich bei den daraus abzuleitenden politischen Forderungen nicht um Finanzreformen i.e.S. handelt, wird darauf an dieser Stelle jedoch nicht näher eingegangen.

banken, an der sich auch durch die im Rahmen von Basel III vorgesehenen höheren Kapitalanforderungen und das in Deutschland verabschiedete Restrukturierungsgesetz nichts ändern wird. Diese verzerrt, indem sie die Refinanzierung übermäßig günstig macht, den gesamten Finanzsektor auf eine Weise, gegen die die gerade von den privaten Banken so heftig und erfolgreich bekämpfte Gewährträgerhaftung für die Landesbanken ein Pappentier war. Sie trägt auf diese Weise dazu bei, dass das Wachstum einiger Großbanken ungehindert weitergehen kann und dass der Finanzsektor insgesamt im Verhältnis zur Realwirtschaft geradezu monströs aufgeblasen ist. Ein Teufelskreis entsteht: Statt die Banken zu verkleinern, wird die «too big to fail»-Logik sogar noch verschlimmert. Die schiere Größe der Banken ist zu einem der wichtigsten Risikofaktoren geworden, den die Regulierer bislang aber nicht angehen.

Auch Kettenreaktionen sind künftig nicht ausgeschlossen, auch dann nicht, wenn Basel III umgesetzt wird. Die neuen Eigenkapitalregeln sind nicht geeignet, die Bildung von Klumpenrisiken zu verhindern. Dabei gehörte zu den Lehren aus dem Lehman-Zusammenbruch, dass Banken und andere Finanzakteure, nicht zuletzt auch im Schattenbankensystem, in höchstem Maß als Gläubiger und Schuldner miteinander verflochten sind. Vor allem durch den Derivatehandel, etwa mit Credit Default Swaps, wurden die Risiken weiter potenziert, wodurch beispielsweise der Versicherer AIG unmittelbar in den Lehman-Strudel gezogen wurde.

Banken dürfen künftig also nicht systemgefährdende Größe erreichen. Dazu sind zwei Dinge nötig: Erstens muss sich das Geschäftsmodell von Banken künftig am Bedarf der Realwirtschaft ausrichten, und das ist in erster Linie die Organisation des Zahlungsverkehrs, das Einlagengeschäft und die Finanzierung von gesamtwirtschaftlich und gesellschaftlich sinnvollen öffentlichen und privaten Investitionen durch Kreditvergabe.<sup>41</sup> Die Lehre aus dem Crash von 1929 war es, dass in den USA alle Banken, die Kundengelder verwalteten, ihre Hände von spekulativen Geschäften lassen mussten. Diese Trennung von Investment- und normalen Geschäftsbanken, die die im US-Finanzreformgesetz enthaltene «Volcker Rule» nur ansatzweise wieder einführt, muss künftig allgemeingültig werden. Zweitens müssen Großbanken, schon bevor der nächste Notfall eintritt, zurechtgestutzt werden – in ähnlicher Weise, wie Kartelle zerschlagen werden können. Dies würde ein zentrales Moral-hazard-Problem lösen: Nur unter diesen Bedingungen kann der Staat den Investoren glaubhaft vermitteln, dass die implizite staatliche Garantie für Banken nicht länger gilt. Und nur dies würde die derzeit bestehende

Verzerrung bei der Refinanzierung der Banken abmildern und so ein immer weiteres Wachstum verhindern.

Genauso wie bei den Banken die Ausgangsfrage jeglicher Regulierung sein muss, was für eine Art Banken wir eigentlich wollen, so muss auch bei den Finanzmärkten insgesamt die Frage gestellt werden, welchen Nutzen die auf diesen Märkten gehandelten «Produkte» haben. Schnell käme man dann zu dem Schluss, dass viele von ihnen keinen Nutzen außer der Profitmaximierung einzelner Player haben, dafür aber umso höhere Risiken für die Gesamtwirtschaft in sich bergen. Als Beispiel mag hier das der Credit Default Swaps (CDS) genügen: Ihre Popularität bestand hauptsächlich darin, dass sie anders als reguläre Versicherungen nicht reguliert waren und deshalb deutlich billiger sein konnten und dass sie darüber hinaus nebenher ganz flexibel zum Zocken genutzt werden konnten. Dass damit keine Sicherheit gewonnen war, zeigte der Beinahe-Untergang von AIG, des damals größten Anbieters von CDS, infolge der Lehman-Pleite.

Ein großes Problem der aktuellen Regulierungsversuche ist, dass sie nicht grundsätzlich die Funktion von Banken und Finanzmärkten ins Visier nehmen, sondern dass sie es dem Personal einer Vielzahl von Aufsichtsbehörden – in den meisten Fällen den schon in der letzten Krise hoffnungslos überforderten nationalen Behörden – überlassen, gegebenenfalls lenkend einzugreifen. An den Spielregeln wird durch die meisten Regulierungsvorhaben gar nichts geändert. Lediglich die schon jetzt überforderten Schiedsrichter sollen mehr Einfluss erhalten.

Wo die Risiken unübersehbar sind, wie etwa bei den frei handelbaren Credit Default Swaps, ist ein Verbot die einzig richtige Maßnahme. Andere Produkte sollten gegenüber einem «Finanz-TÜV» unter Beweis stellen, dass sie weder Paketbomben noch bloße Jetons in einem Kasino sind. Was auf dem Markt verbleiben darf, sind allein die für Anleger wie auch Aufseher transparenten Instrumente. Das Kasino wäre dann zwar immer noch nicht geschlossen, aber es würde weitgehend uninteressant.

Dr. Axel Troost ist Mitglied der Fraktion DIE LINKE. im Deutschen Bundestag und deren Sprecher für Finanzpolitik. Er gehört dem wissenschaftlichen Beirat der Rosa-Luxemburg-Stiftung an.

<sup>41</sup> Vgl. auch: Den Bankensektor neu ordnen – und mit der Vergesellschaftung beginnen; ein Diskussionspapier der Bundestagsfraktion DIE LINKE., Berlin 2010 <http://www.axel-troost.de/article/4551.den-bankensektor-neu-ordnen-a-8211-und-mit-der-vergesellschaftung-beginnen.html>.

## IMPRESSUM

STANDPUNKTE wird herausgegeben von der Rosa-Luxemburg-Stiftung und erscheint unregelmäßig  
Redaktion: Marion Schütrumpf-Kunze  
Franz-Mehring-Platz 1 · 10243 Berlin · Tel. 030 44310-127  
Fax -122 · [m.schuetrumpf@rosalux.de](mailto:m.schuetrumpf@rosalux.de) · [www.rosalux.de](http://www.rosalux.de)

ISSN 1867-3163 (PRINT), ISSN 1867-3171 (INTERNET)

## STANDPUNKTE 2010

- 01/2010  
INGEMAR LINDBERG: Muster der Solidarität
- 02/2010  
DIETHELM WEIDEMANN: Der Konflikt in Afghanistan
- 03/2010  
ARNE C. SEIFERT: Für ein Ende des NATO-Krieges und eine politischdiplomatische Regelung in Afghanistan
- 04/2010  
BIRGIT DAIBER , CORNELIA HILDEBRANDT:  
Für eine fortgesetzte Emanzipation der Linken
- 05/2010  
PETER BIRKE: Zwischen organizing und «sweetheart deals». Der Kampf um die Gewerkschaften in den USA
- 06/2010  
LOTHAR BISKY: Wir haben die Entdeckungen noch vor uns.
- 07/2010  
PETRA SITTE, TOBIAS SCHULZE: Zurück in die Zukunft
- 08/2010  
BERND HAHNFELD: Die NATO und die Atomwaffen
- 09/2010  
ALEXANDER S. NEU: Linke Friedenspolitik und kollektive Sicherheit
- 10/2010  
WOLFGANG WIPPERMANN: Politologentrug
- 11/2010  
ARNE C. SEIFERT: Politischer Islam in Zentralasien und Sicherheit im euro-asiatischen Raum
- 12/2010  
Anforderungen an deutsche Friedenspolitik
- 13/2010  
PAUL SCH ÄFER UND JERRY SOMMER: Plädoyer für eine andere Iran-Politik
- 14/2010  
MARIO CANDEIAS: Ein fragwürdiger Weltmeister: Deutschland exportiert Arbeitslosigkeit
- 15/2010  
ULRICH BUSCH: Die deutsche Währungsunion am 1. Juli 1990: Bedeutung, Vollzug und Folgen
- 16/2010  
JÖRG ROESLER: Wie es zur Wirtschafts-, Währungs- und Sozialunion kam
- 17/2010  
ARMIN OSMANOVIC: Vom «Außenseiter» zum Mann des Establishments
- 18/2010  
CLAUS-DIETER KÖNIG: Westafrika: «Wann werden die Schönen geboren?»
- 19/2010  
ULLA LÖTZER: Bausteine für eine industriepolitische Offensive der Linken
- 20/2010  
HUBERT LAITKO: Die Sozialismuskonzeption Robert Havemanns im Wandel
- 21/2010  
Bürogemeinschaft nine2five: Von der Weisheit der Vielen zur Organisierung der Unorganisierbaren
- 22/2010  
RAINER RILLING: Welche politische Krise?
- 23/2010  
FIROZE MANJI: Afrikas Entwicklung nach Kolonialismus und nationaler Befreiung
- 24/2010  
BODO RAMELOW: Es ist an der Zeit!
- 25/2010  
RICHARD HEIGL: Das Unbehagen am Staat
- 26/2010  
YVONNE PLOETZ, STEFAN KALMRING:  
Die Umweltkatastrophe am Golf von Mexiko und ...
- 27/2010  
JUDITH DELLHEIM: Statt «pro oder contra Wachstum» den sozialöko-logischen Umbau einleiten!
- 28/2010  
Auto.Kämpfe.Global.
- 29/2010  
KARL OTTO HENSELING: Die große Transformation
- 30/2010  
Auto.Mobil.Alternativen
- 31/2010  
ULRICH SCHACHTSCHNEIDER: Power to the people – drei mal!
- 32/2010  
MARINA TAMM: Verbraucherschutzrecht
- 33/2010  
DIETER KLEIN: Die Welt, in der wir leben
- 34/2010  
Auto.Mobil.Geschichte.
- 35/2010  
CHRISTOPH JÜNKE: Theorie in praktischer Absicht: Leo Koflers Linkssozialismus
- 36/2010  
JAN KORTE: Das NS-Erbe in deutschen Behörden und ...
- 37/2010  
ELKE BREITENBACH/KATINA SCHUBERT: Demokratie als Schlüssel zu gesellschaftlicher Integration
- 38/2010  
URSULA HUWS: Schöpfung und Enteignung: Die Dialektik von Autonomie und Kontrolle in der kreativen Arbeit
- 39/2010  
ANDREAS DIERS: Linkssozialismus.
- 40/2010  
KATJA KIPPING: Im Dienste des Citoyen, nicht des ...